



UNIVERSIDADE DA CORUÑA

Facultade de Economía e Empresa

Trabajo de
fin de grado

Un análisis de las principales causas del Shadow banking actual y delimitación de los productos financieros que engloba.

Rubén Fraga Cal

Tutor: Antonio Javier Prado Domínguez

Grado en Economía

Año 2017

Resumen ejecutivo

El shadow banking ha emergido como una forma de intermediación crediticia fuera de las entidades bancarias tradicionales la cual elude, pese a realizar actividades similares, los requisitos de capital y la regulación a la que estas últimas están sometidas. La aparición de los mercados de repos así como de la titulización y los fondos del mercado monetario han propiciado la creación de estructuras y productos financieros complejos de los cuales se sustenta la banca en la sombra. Los estados por otra parte, a través de políticas regulatorias tanto ineficientes como insuficientes continúan fomentando el crecimiento de este fenómeno, que se cifra, según estimaciones del Consejo de Estabilidad Financiera en 36 billones de dólares como mínimo.

Palabras clave: shadow banking, productos estructurados, titulización, fondos del mercado monetario, hedge funds.

Índice

Introducción	6
1. Una aproximación conceptual al shadow banking a partir de los enfoques realizados por organismos financieros internacionales	7
2. Intermediación fuera de balance en el sistema bancario en la sombra.....	9
3. ¿Cuáles son los principales vehículos financieros que se engloban en el shadow banking?	13
3.1 Distintas variantes de Repurchase Agreement	13
3.2 Préstamo de valores	14
3.3 Titulización.....	15
3.4 Hedge Funds	16
3.5 Fondos del mercado monetario.....	18
3.6 Fondos de inversión.....	19
3.7 Real Estate Investment Trusts	21
3.8 Crowdfunding y préstamos P2P	23
4. Una aproximación al shadow banking en el sistema financiero global.....	24
5. Externalidades positivas y negativas del sistema bancario en la sombra.....	32
5.1 Externalidades positivas	32
5.2 Externalidades negativas	32
6. Una aproximación a la regulación a la que están sometidos los principales vehículos que engloba el SB	34
Conclusiones	40
Bibliografía.....	42

Índice de tablas

Cuadro 1. Intermediación tradicional dentro de balance	10
Cuadro 2. Intermediación fuera de balance en el sistema bancario en la sombra	10
Cuadro 3. Fondos del Mercado Monetario, fondos de inversión, depósitos a la vista y activos bancarios, 1975-2008	11
Cuadro 4. Activos de los intermediarios financieros y crecimiento	24
Cuadro 5. Activos de los intermediarios financieros	25
Cuadro 6. Participación en los activos bancarios en la sombra	26
Cuadro 7. Shadow banking y PIB.....	27
Cuadro 8. Shadow banking, OIF y bancos como porcentaje del PIB	27
Cuadro 9. Crecimiento anual del shadow banking	28
Cuadro 10. Contribución de cada país al crecimiento del shadow banking.....	29
Cuadro 11. Shadow banking por función económica	29
Cuadro 12. Estrechamiento de la banca en la sombra	31

Índice de abreviaturas

ABCP	(Asset-backed Commercial Paper)
AIFMD	(Alternative Investment Managers Directive)
BCBS	(Basel Committee on Banking Supervision)
BIS	(Bank for International Settlements)
CDO	(Collateralized Debt Obligation)
CEE	(Comunidad Económica Europea)
CNAV	(Constant Net Asset Value)
CNMV	(Comisión Nacional del Mercado de Valores)
E-REITs	(Equity Real Estate Investment Trusts)
FIA	(Fondo de Inversión Alternativo)
GFIA	(Gestor de Fondo de Inversión Alternativo)
IIC	(Instituciones de Inversión Colectiva)
IOSCO	(International Organization of Securities Commissions)
M-REITs	(Mortgage Real Estate Investment Trusts)
NAV	(Net Asset Value)
SEC	(Securities Exchange Commission)
SOCIMI	(Sociedad Anónima Cotizada de Inversión en el Mercado Inmobiliario)
SPV	(Special Purpose Vehicle)
VNAV	(Variable Net Asset Value)
WMP	(Wealth Management Products)

Introducción

Con la llegada de la crisis financiera de 2007-2008 el término shadow banking (también llamado SB de ahora en adelante) ha ganado mucha repercusión en los medios clasificándolo como uno de los principales causantes de la misma. En este trabajo se pretende dar una aproximación al concepto de SB, exponiendo para ello las definiciones dadas por distintos organismos internacionales y autores de referencia. Para delimitar la extensión del shadow banking, en este trabajo de investigación nos proponemos determinar si instrumentos financieros como los hedge funds, los fondos del mercado monetario y la titulización entre otros forman parte del SB. Otra cuestión importante que pretendemos estudiar es la comparación entre el método de intermediación financiera fuera de balance y el método de intermediación crediticia tradicional. Se abordará también la cuestión de la delimitación de las dimensiones del shadow banking, utilizando la medida estrecha propuesta por el Financial Stability Board (FSB) en su informe de seguimiento del SB emitido en noviembre de 2015 y se estudiarán las posibles externalidades que se derivan de la banca en la sombra.

El desarrollo de la presente investigación se compone de un primer apartado en el que se realiza una aproximación al concepto de banca en la sombra según distintos organismos internacionales. En el segundo apartado se realiza una explicación del sistema de intermediación crediticia fuera de balance, el cual es característico del sistema bancario paralelo. En la tercera sección se estudian los principales vehículos financieros que se engloban dentro del SB para en el cuarto apartado exponer un acercamiento al shadow banking en el mundo siguiendo las estimaciones hechas por el FSB. En la quinta parte de este trabajo se plantean las externalidades tanto positivas como negativas que se derivan del sistema bancario en la sombra. En la parte final se realiza una aproximación a la regulación vigente en el shadow banking siguiendo el desglose del apartado 3 y finalmente se incluye la sección de conclusiones con las posibles extensiones futuras de la presente investigación.

1.Una aproximación conceptual al shadow banking a partir de los enfoques realizados por organismos financieros internacionales.

El término shadow banking fue acuñado en el año 2007 por Paul McCulley, de la administradora de fondos PIMCO. Dicho término hace referencia a la intermediación financiera que no forma parte del flujo de crédito bancario tradicional el cual está regulado por los bancos centrales de los distintos países; son por lo tanto instituciones financieras no bancarias que actúan al margen del control estatal. Debido a la naturaleza compleja del término existen distintas definiciones según los diferentes organismos, aquí vemos algunas:

-El Consejo de Estabilidad Financiera en su informe de noviembre de 2015 definió así el sistema bancario en la sombra: Sistema de intermediación crediticia que involucra entidades y actividades fuera del sistema bancario tradicional.

-La Comisión Europea, en su Libro Verde El Sistema Bancario en la Sombra, de 2012, explica: “Existe un ámbito creciente de actividad crediticia paralela, lo que se denomina sistema bancario en la sombra, que no ha sido el principal foco de la regulación y la supervisión prudencial. La banca en la sombra desempeña funciones importantes en el sistema financiero. Por ejemplo, genera fuentes adicionales de financiación y ofrece a los inversores alternativas a los depósitos bancarios. Pero también puede suponer una amenaza potencial para la estabilidad financiera a largo plazo”.

-Desde el Fondo Monetario Internacional sin embargo, afirman que estas definiciones son demasiado ambiguas y que presentan algunas debilidades ya que en innumerables ocasiones se da la existencia de shadow banking dentro de las propias entidades bancarias debido al grado de interdependencia que existe entre los bancos y los intermediarios financieros y también debido a la titulización existente en los bancos tradicionales la cual no ha cesado del todo.

Nos encontramos por lo tanto ante una definición compleja, en la cual discrepan las distintas organizaciones principales que se dedican al estudio del sistema bancario paralelo, lo cual ya nos advierte de la complejidad y amplitud del concepto que se trata de estudiar.

En la actualidad la banca en la sombra rivaliza con la banca tradicional ya que se dedican a la misma actividad principalmente, la intermediación crediticia. El problema existente es que realizando la misma actividad, la regulación y los requisitos para llevarla a cabo difieren. Uno de los principales peligros del shadow banking es que este tipo de intermediarios no tienen depositantes como los que tiene la banca tradicional, sino que captan financiación de los mercados financieros a través por ejemplo de particulares o entidades que deciden invertir en fondos de inversión y aplican este capital recibido a comprar activos con plazo de vencimiento mayor. El problema subyacente es que son muy vulnerables a retiradas masivas de capital por parte de los inversores, lo cual podría provocar una gran volatilidad en los mercados. Al no estar sujetos a regulación, en caso de una nueva crisis financiera no podrían ser rescatados por los bancos centrales, lo cual sí sucede en los bancos tradicionales. Quizás se trate de una más que probable fuente de inestabilidad financiera en años venideros y parece indicado demandar que sea regulada eficientemente en aras de la seguridad de todo el mundo.

¿Qué actividades se engloban actualmente en el shadow banking?

A partir de los enfoques examinados en el epígrafe anterior, y a efectos de poder elaborar esta investigación, consideraremos que las actividades que se engloban en el shadow banking actual son las que se relacionan, principalmente, con los tres procesos financieros siguientes:

1. La transformación de vencimientos: Obtienen financiación en los mercados financieros a corto plazo para invertir a un plazo mayor.
2. La transformación de liquidez: A través de vehículos de titulización como son los vehículos de inversión estructurados (SIV, por sus siglas en inglés), los CDOs (Obligaciones de Deuda Garantizadas) de préstamos hipotecarios o las sociedades vehiculares de pagarés de empresa respaldados por activos (ABCP) entre otros. Con estos vehículos convierten activos poco líquidos o ilíquidos en totalmente líquidos ya que estos activos pasan a formar parte de los mercados financieros.
3. La transferencia de crédito y del riesgo: Toman el riesgo de impago del prestatario y lo transfieren a través de vehículos financieros desde el concesionario del préstamo hacia otra parte (titulización). Es en este punto donde existe una gran interdependencia entre banca tradicional y el sistema bancario paralelo. Un ejemplo sería convertir un préstamo bancario tradicional en un producto financiero que se puede comprar y vender,

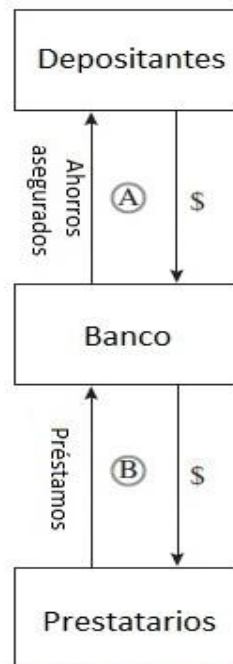
trasladando el riesgo de un lado para el otro pero sacándolo de la hoja de balance de los bancos que originalmente prestaron ese dinero y transfiriendo su propiedad y derechos de cobro a terceros mediante un bono particular.

2. Intermediación fuera de balance en el sistema bancario en la sombra.

El shadow banking es el resultado de cambios fundamentales en el sistema financiero entre los últimos 30 a 40 años, como resultado de la innovación privada y los cambios regulatorios que juntos llevaron a la disminución del modelo bancario tradicional. Frente a la competencia de los otros intermediarios financieros y sus productos, los bancos comerciales se volvieron menos rentables y buscaron nuevas oportunidades de beneficio. Lentamente, comenzaron a abandonar el sector regulado. Los tres cambios importantes en el sistema financiero han sido los siguientes: La aparición de los Fondos del Mercado Monetario (MMF, por sus siglas en inglés), la titulización (también llamada securitización) y los repos.

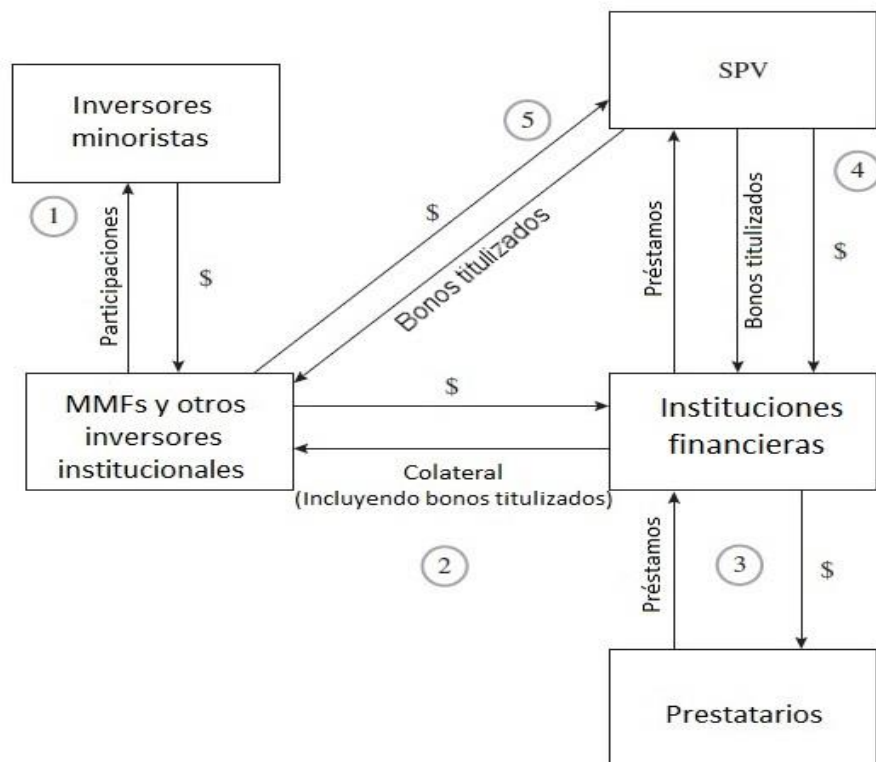
Históricamente, los depósitos en el sistema bancario tradicional estaban sujetos a la posibilidad de pérdidas absolutas por parte de los ahorradores, pero, tras observar los estragos causados por la Gran Depresión, el gobierno de los Estados Unidos de América decidió crear en 1933 la Corporación Federal de Seguro de Depósitos. En España se creó análogamente el Fondo de Garantía de Depósitos en el año 1977. Con los depósitos así asegurados, los depositantes tienen poco incentivo para retirar sus fondos cuando se cuestiona la solvencia del banco. El seguro de depósitos funciona bien para los inversores minoristas, pero no resulta útil para las instituciones con grandes tenencias de efectivo. Con un seguro de depósitos de 250.000 dólares estadounidenses por cuenta (cantidad máxima asegurada en Estados Unidos), instituciones como fondos de inversión, estados, municipios y compañías no financieras ricas en efectivo carecen de fácil acceso a inversiones a corto plazo seguras las cuales devenguen intereses. El sistema bancario paralelo de préstamos fuera de balance (cuadro 2) ha proporcionado una solución a este problema.

Cuadro 1. Intermediación tradicional dentro de balance.



Fuente:Elaboración propia a partir de Gorton G. y Metrick A. (2010) Regulating the shadow banking system.

Cuadro 2. Intemediación fuera de balance en el sistema bancario en la sombra.



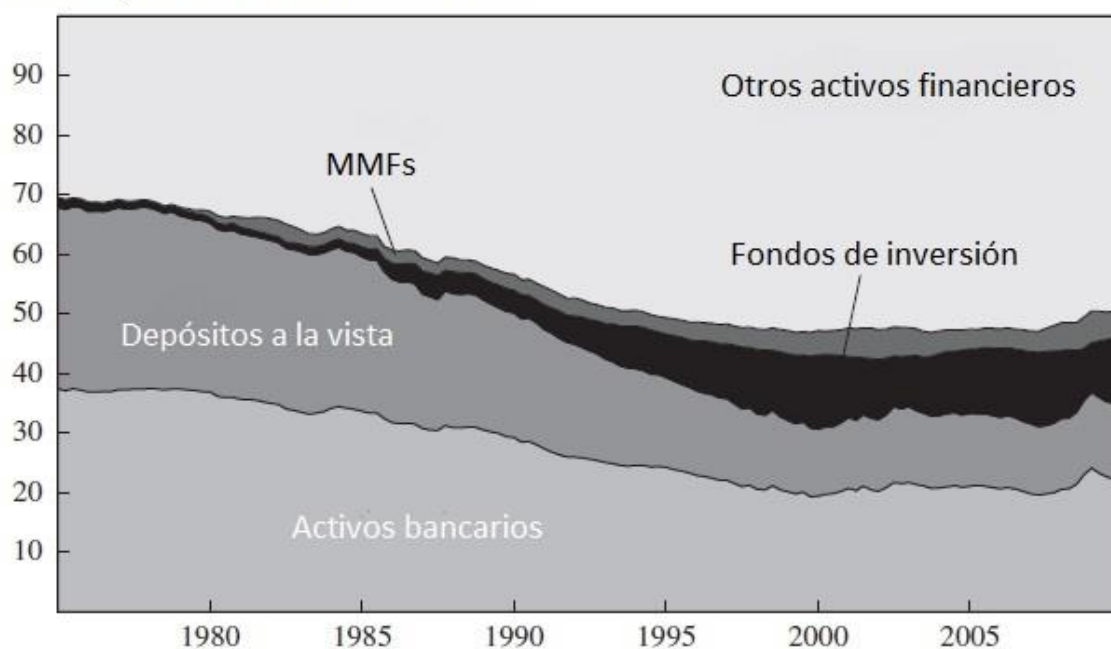
Fuente: Elaboración propia a partir de Gorton G. y Metrick A. (2010) Regulating the shadow banking system.

El paso 2 del cuadro 2 es el análogo al paso A del cuadro 1, pero con una diferencia importante. Para lograr una protección similar a la proporcionada por el seguro de depósito, un fondo del mercado monetario u otro inversor institucional recibe una garantía del banco. En la práctica, esta transacción toma la forma de un repo: el inversionista institucional deposita X dólares y recibe algún activo del banco como colateral. El banco acepta recomprar el mismo activo en algún momento futuro (quizás al día siguiente) por Y dólares. El porcentaje $(Y - X) / X$ se denomina tasa de repo y si la anualizamos, esta es análoga al tipo de interés de un depósito bancario. Por el momento, la idea clave es que los productos de esta titulización son comprados directamente por inversores institucionales en el paso 5 o utilizados como garantía para otros préstamos en el paso 2. En efecto, los bonos creados por la titulización son a menudo la principal fuente de garantía que proporciona un seguro para los grandes depositantes. (Gorton G. y Metrick A., *Regulating the Shadow Banking System*, 2010).

Cada uno de los componentes de este ciclo de financiamiento fuera de balance ha crecido rápidamente desde aproximadamente 1980 impulsado por el fin del patrón oro-dólar en 1971 y la desregulación financiera llevada a cabo por los gobiernos de Ronald Reagan y Margaret Thatcher.

Fondos del Mercado Monetario, fondos de inversión, depósitos a la vista y activos bancarios, 1975-2008 Cuadro 3

Porcentaje del total de activos financieros



Fuente: Elaboración propia a partir de Gorton G. y Metrick A. (2010) *Regulating the shadow banking system*.

En la gráfica anterior observamos cómo se ha producido la caída de los activos bancarios y qué otro tipo de activos ha ganado terreno en el escenario financiero. Apreciamos pues, que la participación de los activos bancarios se ha visto reducida en aproximadamente 15 puntos porcentuales mientras que los distintos fondos de inversión y del mercado monetario han aumentado su presencia partiendo de cero prácticamente alcanzando un 15% de participación. El crecimiento de estos últimos y de los otros activos financieros ha venido propiciado por la aparición del mercado de repos, el cual se sostiene actualmente con pujanza gracias a la inefable colaboración que presta el desarrollo de las técnicas de titulización financiera.

Tras la última crisis económica la banca tradicional ha reducido mucho su exposición crediticia hacia las empresas y estas han tenido que buscar fuentes de financiación alternativa. Desde ese entonces los bancos centrales han intentado a través de grandes inyecciones de capital, recuperar ese crédito bancario regulado, y que fluyese así de nuevo hacia la economía real; pero estos esfuerzos parece que hayan resultado en vano ya que el shadow banking se encuentra actualmente cerca del apogeo vivido en los años previos a la crisis.

3. ¿Cuáles son los principales vehículos financieros que se engloban en el shadow banking?

3.1 Distintas variantes de Repurchase Agreements.

Este tipo de operación es conocida también como repo, reporto o , en inglés, Repurchase Agreement o Sale and Repurchase Agreement. Se trata de una cesión temporal de activos. Una de las partes vende un activo o un conjunto de ellos a un inversor para obtener financiación a corto plazo, con la promesa de recomprar estos en un futuro y pagando además un tipo de interés. Los activos cedidos suelen ser títulos de deuda fija tales como Letras del Tesoro, Bonos del Estado y otro tipo de bonos de seguridad y liquidez elevada, aunque también existen repos con acciones como colateral u otro tipo de activos como préstamos o hipotecas. En cuanto a la duración del contrato de recompra esta puede abarcar desde un día a varios meses. En caso de no cumplir con el acuerdo de recompra el tenedor del activo cedido como colateral puede quedárselo o bien venderlo en el mercado competente. En cierto modo este tipo de contratos se asemejan a los realizados por las casas de empeño ya que el vendedor necesita dinero y se le concede un préstamo mientras que para asegurarse obtener un beneficio el prestamista se queda con un bien suyo. Estos acuerdos suelen ser utilizados por los bancos y por otros tipos de intermediarios financieros además de por la necesidad de financiación a corto plazo, por la ventaja que ofrecen para dar de baja del balance los activos cedidos durante el tiempo que dure el contrato. También ha sido utilizado por los bancos centrales de distintos países como un instrumento de política monetaria. Un ejemplo sería la Expansión Cuantitativa (por sus siglas en inglés, Quantitative Easing o QE) llevada a cabo por el BCE desde el año 2013 la cual pretendía dar liquidez a los bancos mediante la compra masiva de deuda pública y alguna deuda privada calificada como muy segura para que de ese modo se vieran obligados a hacer llegar el crédito a la economía real.

Se puede concluir que este tipo de acuerdos forman parte del sistema bancario en la sombra ya que cumplen con las principales características que lo definen:

1. Se produce una transferencia del riesgo. El riesgo de impago del colateral se transfiere al inversor y además se establece el riesgo de que el vendedor no cumpla con el pacto de recompra.

2. Se realiza una transformación de vencimientos. Se obtiene financiación a corto plazo a través de la cesión de un activo con un plazo de vencimiento mayor al del repo por lo general.

3. Permite un apalancamiento excesivo. Este se produce cuando el inversor en su período como tenedor del colateral utiliza este para financiar otro tipo de operaciones, pudiendo usarlo de nuevo en otro repo por ejemplo.

4. Existe una transformación de liquidez. Esta se da en relación con la transformación de vencimientos. Se obtiene una liquidez inmediata con un activo por lo general menos líquido.

El mayor problema que vemos en los repos es que permiten un apalancamiento ilimitado, en el momento en que uno de los intermediarios de esta cadena entre en impago pueden (aunque no tiene por qué) producirse pérdidas masivas para el resto de participantes.

Durante la burbuja subprime estadounidense fue muy común el uso de productos financieros estructurados como colateral en los repos. Las Obligaciones Colateralizadas mediante Deuda (del inglés Collateralized Debt Obligations o CDO) solían utilizarse como colateral en los repos y fueron una de las principales causas de la crisis financiera que se vivió. Cuando los prestatarios dejaron de pagar sus hipotecas los flujos de caja esperados de estos bonos dejaron de llegar y su valor cayó en picado provocando pérdidas masivas en el sistema financiero global.

3.2 Préstamo de valores.

El préstamo de valores es un tipo de operación en la que el prestatario obtiene la posesión de unos valores pagando a cambio una comisión y entregando en forma de garantía efectivo o valores líquidos de gran calidad. Este se compromete en que al finalizar el contrato devolverá los valores prestados. Normalmente los prestatarios de valores suelen ser inversores que pretenden operar a corto plazo. Esperan una caída en el precio de esos valores y deciden venderlos nada más obtenerlos para volver a comprarlos cuando el precio haya bajado lo suficiente como para cubrir la comisión pagada al prestamista y además obtener un beneficio. Los prestamistas de valores utilizan la garantía entregada para operar en los mercados monetarios y de repos. Buscan por lo tanto obtener una rentabilidad baja pero segura al estilo de un fondo del mercado monetario del cual se hablará en uno de los siguientes apartados. Por lo general los prestamistas suelen

ser fondos de inversión, de pensiones o cualquier otro tipo de fondo de inversión colectiva los cuales operan en el largo plazo.

Como en el apartado anterior, consideramos a este tipo de operaciones parte del shadow banking puesto que cumplen sus principales características:

1. Permiten un apalancamiento ilimitado debido a que las garantías son utilizadas por los prestamistas para realizar otro tipo de operaciones como repos por ejemplo.
2. Se realiza una transformación de liquidez. Además de obtener financiación a corto plazo el prestamista, este recibe una cantidad mayor a la que podría obtener en el mercado.
3. Existe una transferencia del riesgo. El riesgo inherente a los valores se transfiere al prestatario mientras que el prestamista obtiene el riesgo de incumplimiento contractual por parte del comprador de los valores.

3.3 Titulización.

La titulización es una forma de obtener financiación que se basa en la venta o cesión a un tercero de unos determinados activos (p.e. préstamos o hipotecas); este a su vez financia la compra emitiendo valores de renta fija los cuales son colocados en los mercados financieros. Se trata por lo tanto de dar liquidez a unos activos que carecen de ella de forma total o parcial. Otra de las ventajas de la titulización es que permite al vendedor de los activos darlos de baja de su balance, reduciendo de esa manera su apalancamiento y pudiendo destinar los fondos obtenidos a otras operaciones.

La creación de los valores de renta fija se lleva a cabo en un SPV (Special Purpose Vehicle) o en un SIV (Structured Investment Vehicle) el cual hemos visto con anterioridad en el cuadro 2. Estas entidades en ocasiones son filiales de la empresa matriz que vende o cede los activos que se desean titular. Tras la creación de los títulos, estos pasan a ser gestionados por una gestora independiente y el riesgo de quiebra tanto de la entidad que vende el activo como el del SPV se elimina. El único riesgo existente sería el del activo subyacente en la titulización bien sea una hipoteca, préstamo o cualquier otro activo. Este sistema fue utilizado por la banca durante la gestación de la última crisis financiera mediante la titulización de hipotecas

de prestatarios de alto riesgo de impago (denominados como préstamos subprime) entre otras.

La titulización es una de las operaciones que más riesgos bancarios en la sombra presenta ya que como se ha visto en el pasado, propició en gran medida la mayor crisis financiera que se ha visto desde la Gran Depresión. Presenta todos los riesgos shadow posibles:

1. Transferencia del riesgo puesto que el riesgo de default del activo subyacente pasa del vendedor del activo a los inversores.
2. Transformación de vencimientos. La agrupación de distintos activos en un mismo valor de renta fija permite cambiar su plazo de vencimiento ya que el vencimiento de los distintos activos suele diferir.
3. Transformación de liquidez. Es la característica más observable ya que se convierte un activo ilíquido como puede ser un préstamo en uno totalmente líquido como lo es un bono el cual cotiza en los mercados financieros.
4. Permite un gran apalancamiento en el sistema financiero al poder utilizar estos activos que en principio eran ilíquidos para operaciones de préstamo de valores o repos; permitiendo a su vez a los vendedores iniciales de estos activos obtener financiación para realizar otras operaciones.

Si bien, hay que hacer hincapié en que la titulización de por sí no tiene por qué ser shadow banking. Esto dependerá de cómo se realice la misma en cuanto a su transparencia y del riesgo de los activos que se titulicen.

3.4 Hedge Funds.

Podríamos definir de muchas maneras los hedge funds (traducidos literalmente al español como fondos de cobertura), pero lo primordial es que son instrumentos de inversión colectiva; estos pueden tomar distintas formas jurídicas (fondo de inversión, sociedad u otras). Suelen gozar de una gran libertad para ejercer sus inversiones, y normalmente se caracterizan por operar a corto mediante el préstamo de valores y con instrumentos derivados. Su finalidad última es la obtención de un rendimiento extraordinario para sus inversores y este por lo general suele intentar ser mayor al ofrecido por otros tipos de fondos de inversión. Por lo tanto se caracterizan por tener una aversión al riesgo menor que los demás fondos

de inversión colectiva. También una característica muy remarcable de estos es su escasa transparencia. Tan solo con visitar la página web de uno de estos fondos veremos que la información que proporcionan acerca de ellos es muy reducida y algunos ni siquiera tendrán la web de cara al público. Normalmente, la cantidad inicial que se debe invertir para entrar a formar parte de estos suele ser elevada y algunas jurisdicciones han establecido incluso el capital mínimo necesario (en el caso de España 50.000 euros). Muchas veces son culpados de generar crisis financieras ya que su capital suele ser muy elevado gracias a que muchas de las grandes fortunas mundiales invierten sus ahorros en ellos y esto les transfiere un gran poder en los mercados financieros.

Los hedge funds son por lo tanto sociedades libres de operar en los distintos mercados financieros y de hacerlo en el grado de apalancamiento que deseen tomando posiciones tanto cortas como largas. A pesar de que suelen estar asociados con ser fondos especulativos con un alto grado de apalancamiento, esto no tiene por qué ser así y este último variará en función de la política de inversión del fondo.

¿Por qué forman parte del shadow banking los hedge funds?

Según el Consejo de Estabilidad Financiera forman parte del shadow banking debido además de por su común falta de transparencia, por el grado de apalancamiento que suelen presentar la mayoría de ellos. Estos fondos podrían verse inducidos a realizar grandes ventas de sus activos en momentos de estrés en los mercados debido a las peticiones masivas de retirada de fondos por parte de los inversores.

Los hedge funds presentan las siguientes características del shadow banking:

1. Transformación de vencimientos y de liquidez. Dado que estos fondos no tienen por qué presentar un valor liquidativo diario sino que este puede ser mensual, trimestral o incluso semestral y que además al invertir en todo tipo de activos los cuales pueden ser totalmente líquidos o ilíquidos como por ejemplo lo serían los títulos de deuda pública alemana en el primer caso o préstamos en el segundo. En caso de que se produzcan salidas del fondo por parte de los inversores se generará esta transformación de vencimientos ya que este puede salirse como decía, mensualmente, cada tres meses o al semestre mientras que los activos ilíquidos subyacentes puede que tengan un plazo de vencimiento

mayor dificultando así además la capacidad del fondo para hacer frente a los reembolsos.

2. La legislación vigente les permite tener un alto grado de apalancamiento. Este puede ser cinco veces mayor al valor de sus activos.

En definitiva, la consideración de si los distintos hedge funds forman parte o no del shadow banking dependerá en última instancia de su política de inversión y de su grado de apalancamiento.

3.5 Fondos del Mercado Monetario.

Los fondos de inversión monetarios o fondos del mercado monetario tienen una cartera de activos de elevada liquidez y reducido riesgo por norma general. Su principal función es dar liquidez a corto plazo en los mercados financieros. Normalmente suelen invertir en títulos de deuda gubernamentales a corto plazo, repos, pagarés, certificados de depósitos y otros tipos de activos de bajo riesgo y elevada liquidez. Al igual que otros fondos de inversión, estos se financian a través de las suscripciones de sus inversores. Existen dos tipos de fondos dependiendo de su valor liquidativo; los FMM con valor liquidativo constante CNAV (Constant Net Asset Value) y los FMM con valor liquidativo variable VNAV. Esta diferenciación es importante cuando se da el caso de reembolsos masivos por parte de los inversores. En el caso de los CNAV las pérdidas las soportarían los últimos en retirar sus fondos, mientras que en los VNAV en caso de caer el valor de los activos del fondo este se vería reflejado en el valor liquidativo del fondo desde un principio. Los FMM suelen ser vistos como instrumentos de inversión colectiva muy seguros similares a los depósitos bancarios pero hay que recordar que en la crisis financiera de 2007-2008 con la caída de Lehman Brothers los gestores de FMM ante el pánico e incertidumbre vivida en los mercados tuvieron que reembolsar ingentes cantidades de dinero y algunos se vieron incapaces de hacer frente a los pagos. Hay que tener en cuenta que estos fondos no cuentan con seguro de depósitos ni con garantías del Banco Central.

¿Cuáles son las características determinantes de los FMM para formar parte del shadow banking?

En el caso de los FMM con valor liquidativo variable podríamos asumir que no son shadow banking ya que es un instrumento de inversión transparente y los inversores del mismo pueden entrar y salir del fondo en el mismo día a precio de mercado. Además, no se deberían producir problemas de

reembolso ya que la cartera de activos de estos fondos está compuesta en teoría por activos de elevada liquidez y las pérdidas son soportadas por los inversores desde el primer momento.

En el caso de los FMM con CNAV existen características que los hacen caer en la zona de la banca en la sombra. Estos fondos en caso de tener que realizar reembolsos masivos, los primeros solicitantes no tendrán problemas en recibir sus ahorros, pero lo más probable es que en el caso de los últimos reembolsos los promotores de los FMM se vean en apuros para hacer frente a los pagos ya que como la cartera de activos se depreciaría en caso de un shock en los mercados, sería imposible conseguir devolver el valor liquidativo constante del fondo a través de la venta de estos activos que valdrían menos ahora que cuando se estableció el CNAV. Se producirían las siguientes transformaciones:

1. Transformación de vencimientos. Al poder salir los inversores del fondo cuando quieran mientras que los activos tienen otros plazos de vencimiento. Se produciría un desajuste entre vencimientos de activos y pasivos.
2. Transformación de liquidez. Aun suponiendo que los FMM invierten por lo general en activos de elevada liquidez dicha transformación se da igualmente puesto que en el momento de realizar una retirada del fondo se obtiene una liquidez inmediata la cual es mayor a la de los activos controlados por el fondo.

3.6 Fondos de Inversión.

Un fondo de inversión, al igual que un hedge fund es una institución de inversión colectiva, este patrimonio carece de personalidad jurídica, y sus fondos son obtenidos mediante aportaciones de sus socios. Se diferencian de los hedge funds normalmente por tener una aversión al riesgo mayor y por ende unos objetivos de rentabilidad menores. Su cartera de inversión suele contener activos de renta fija, renta variable y derivados; aunque estos pueden variar significativamente dependiendo del tipo de fondo de inversión al que nos queramos referir.

Existen muchos tipos de fondos de inversión, y se diferencian principalmente por el tipo de activos que adquieren, aunque también se pueden distinguir por el tipo de gestión que tienen en cuanto a su cartera y por la gestión de los beneficios obtenidos en sus operaciones financieras. Lo vemos a continuación:

- Por el tipo de activos que gestionan:
 - Fondos de inversión mobiliaria. Estos invierten más del 90% de su activo en valores cotizados en el mercado (renta fija privada, deuda pública, acciones y derivados).
 - Fondos del mercado monetario. Esta clasificación que hemos visto anteriormente entraría dentro de los tipos de fondos de inversión existentes. Su característica principal es la inversión en activos de elevada liquidez con el objetivo de dar financiación a corto plazo en los mercados.
 - Fondos de inversión mobiliaria sobre fondos. Al menos el 50% de su inversión se encuentra en otros fondos de inversión mobiliaria.
 - Fondtesoros. Estos invierten mayoritariamente en títulos de deuda pública de estados o de autonomías.
 - Fondos en activos financieros no cotizados. La mayoría de su inversión se centra en la compra, tenencia y venta de valores no cotizados en un mercado oficial; como sería por ejemplo acciones de una start-up tecnológica. Este tipo de activos tienen un mayor riesgo ya que su liquidez es menor por lo general a la de un activo cotizado en un mercado oficial y por lo tanto su rentabilidad suele ser mayor también.
 - Fondos de inversión inmobiliaria. Más conocidos anglosajonamente como Real Estate Investment Trusts y en España como SOCIMI (Sociedad Cotizada Anónima de Inversión en el Mercado Inmobiliario). Invierten en la adquisición de bienes inmuebles de carácter urbano y en viviendas con la finalidad de obtener un flujo constante de ingresos con su alquiler. Se hablará de ellos en el siguiente apartado.
- Según su tipo de gestión:
 - Gestión activa. En este caso la gestora se marca al inicio del ejercicio unos objetivos de rentabilidad y trata de cumplirlos mediante la gestión activa de la cartera de inversión; comprando, manteniendo y vendiendo los activos que sean necesarios.
 - Gestión pasiva. Trata de replicar el comportamiento de un valor o un índice como sería por ejemplo el IBEX35.

- Multigestión. Se da en los casos en los que la gestora del fondo necesita tener a varias personas gestionando las distintas partes en las que invierte la institución; por ejemplo un gestor de renta fija y otro de divisas.
- Alternativa. Este tipo de fondos trata de obtener una rentabilidad absoluta con independencia de como se encuentren los mercados financieros. Su objetivo no es ni replicar un índice o valor ni superarlo. Tratan por lo tanto de obtener rentabilidad tanto en situaciones alcistas como bajistas.
- Según la gestión de los beneficios:
 - Fondos de inversión de reparto. Reparten dividendos según los beneficios obtenidos en las inversiones y según marque su reglamento.
 - Fondos de inversión de capitalización. Los beneficios obtenidos se reinvierten en activos del fondo. La rentabilidad es obtenida por los inversores una vez venden su participación en el mismo.

Como podemos observar, existen diversos tipos de fondos de inversión según sus características.

¿Qué tipos de fondos de inversión forman parte del SB?

Su clasificación dentro de este sistema de intermediación crediticia alternativo se dará en función de la transparencia ofrecida por estos de cara a la compra y gestión de sus activos, así como por el nivel de apalancamiento que presenten. Por lo general los fondos de inversión no suelen estar demasiado apalancados y suelen gozar de un aceptable grado de transparencia; esto convertiría a la mayoría de fondos de inversión en instituciones de inversión colectiva que no forman parte del shadow banking. Una de las claves por las que no se clasifican dentro del SB es porque tienen un valor liquidativo diario, el cual aumenta la transparencia del fondo y no genera problemas de transformación de vencimientos ni liquidez.

3.7 Real Estate Investment Trusts (REITs).

También conocidos como SOCIMI en España. Estos fondos de inversión colectiva en el mercado inmobiliario nacieron en los años sesenta en los Estados Unidos de América con la finalidad de dar acceso a los pequeños

inversores al mercado inmobiliario a gran escala. Estos fondos se financian como los demás que hemos visto; a través de sus inversores, y cotizan en las bolsas de valores de sus respectivos países. Uno de los principales beneficios de este tipo de fondos es que todos los años tienen que repartir dividendos obligatoriamente y además deben distribuir al menos el 90% de sus ganancias a sus accionistas; lo cual los convierte en un vehículo de inversión muy atractivo.

Existen 2 tipos de REITs; los Equity REITs y los Mortgage REITs.

Los E-REITs serían iguales a los fondos inmobiliarios anteriormente descritos; su inversión se centra en la compra de propiedades inmobiliarias de carácter rural y urbano, y su finalidad última es la de obtener ingresos mediante alquileres. Por otra parte, los M-REITs centran su cartera de inversiones en la adquisición de préstamos inmobiliarios o en valores respaldados por hipotecas. Estos se financian a corto plazo mediante repos, lo cual a su vez les permite apalancarse. Este tipo de REITs existe principalmente en los EE.UU. y en Holanda.

Por lo tanto, los E-REITs quedarían excluidos de ser clasificados como shadow banking, mientras que los M-REITs entrarían dentro de la clasificación ya que en ellos se producen las características principales que definen a la banca en la sombra:

1. Transformación de vencimientos. Mediante la realización de operaciones repo se ceden activos con un plazo de vencimiento determinado y se obtiene a cambio capital a corto plazo.
2. Los acuerdos de recompra a su vez generan una transformación de la liquidez ya que se obtiene de un activo poco líquido o ilíquido una liquidez mayor.
3. Transferencia del riesgo. Al ceder temporalmente ciertos activos se transfiere con ellos el riesgo de impago que tengan o su riesgo de mercado.
4. La estructura de financiación a corto plazo mediante acuerdos de recompra permite un elevado grado de apalancamiento.

3.8 Crowdfunding y préstamos P2P.

Gracias a internet han nacido en los últimos años una serie de páginas web que se dedican a la gestión de la financiación de proyectos en sus fases iniciales de desarrollo. La idea principal de estas páginas es conectar a emprendedores con inversores de todo el mundo. Estos inversores pueden aportar desde céntimos a miles de euros dependiendo del proyecto. Estos pueden obtener una participación en la empresa, un tipo de interés establecido o algún tipo de bien o servicio como recompensa; aunque también existe el crowdfunding con fines humanitarios el cual no ofrece ningún tipo de recompensa a la inversión.

Centrándonos en el crowdfunding y en los préstamos P2P con fines de lucro; el riesgo de las inversiones a acometer suele ser elevado, de ahí que busquen financiación por la vía no tradicional, ya que los bancos ven demasiado arriesgado financiar este tipo de proyectos.

La diferencia principal entre un préstamo P2P (del inglés, Peer to Peer, de individuo a individuo) y el crowdfunding es el número de inversores. Mientras que en el crowdfunding la financiación es realizada por una multitud (crowd) en los préstamos P2P solo existe un inversor.

A priori, no parece que este tipo de plataformas conlleven consigo riesgos bancarios en la sombra, pero dada la casi inexistente regulación que existe sobre ellas, deben ser consideradas como una posible fuente de inestabilidad financiera en futuros años. El problema de tratar de regular estas plataformas radica en que debería tratarse de una legislación transfronteriza, ya que ese es su ámbito de acción.

Por lo tanto, no deberían clasificarse este tipo de préstamos como shadow banking, aunque si bien, podrían darse dentro de ellos situaciones que los caractericen como tal en un futuro. Todo ello dependerá de cómo evolucione la legislación en los distintos países al respecto y de cómo hagan uso de las plataformas los distintos participantes.

4. Una aproximación al shadow banking en el sistema financiero global.

Tras el colapso financiero mundial en el año 2008, los mercados financieros han ido recuperándose del shock y la banca en la sombra ha vuelto a ver su negocio prosperar; este según estudios del Consejo de Estabilidad Financiera se estima en más de 36 billones de dólares para el año 2014, y esto solo es la parte visible de la denominada “sombra”. La mayoría de sociedades que se dedican a este tipo de intermediación crediticia se encuentran radicadas en los grandes centros financieros mundiales, como son por ejemplo Londres, Irlanda, Holanda, Luxemburgo, China o Estados Unidos entre otros, aunque, si bien esto no quiere decir que no estén presentes en todos los países. Estas empresas realizan todo tipo de intermediación, tanto en los mercados financieros como en la economía real y actúan muchas veces al margen de la ley cometiendo todo tipo de crímenes financieros como lo es por ejemplo el blanqueo de capitales procedentes de la venta de drogas y armas o la evasión de impuestos. Se ha convertido por lo tanto en un conjunto de prácticas que han alcanzado un volumen más que considerable en el sistema, las cuales se realizan a diario y de las que no se tiene demasiada información puesto que las distintas naciones que se ven implicadas en el problema, si es que así puede llamarse, no consiguen ponerse de acuerdo en fijar una regulación estándar aplicable en todas ellas.

Activos de los intermediarios financieros y crecimiento.

26 jurisdicciones

Cuadro 4

	Tamaño en 2014 (en billones \$)	Crecimiento en 2014 (año tras año, en %)	Crecimiento medio anual (2011-2014, porcentaje)
Bancos	135	6,4	5,6
OIF	68	9	6,3
Shadow Banking	36	10,1	6,3

Nota: tasas de crecimiento ajustadas por efectos de tipos de cambio.

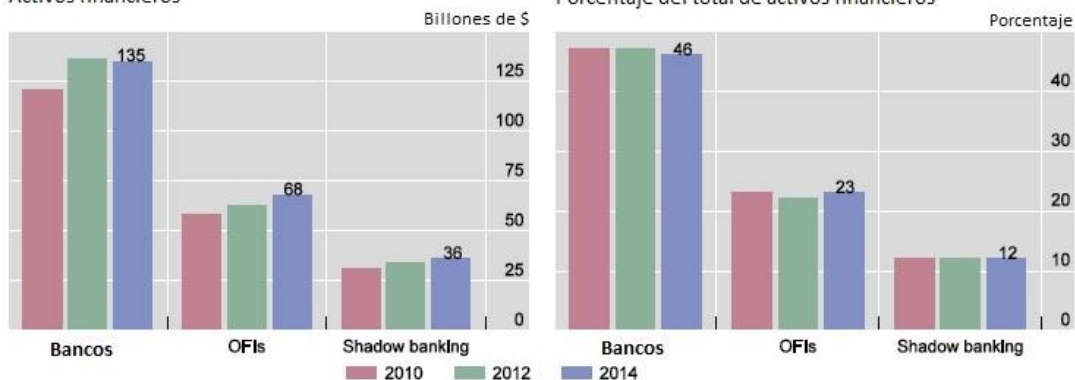
Fuentes: Elaboración propia a partir de FSB. (2015) Global Shadow Banking Monitoring Report 2015.

Activos de los intermediarios financieros

26 jurisdicciones

Cuadro 5

Activos financieros



Notas: Bancos = categoría más amplia de "instituciones de depósito"; OFI = Otros Intermediarios Financieros; Shadow Banking = medida de banca en la sombra basada en funciones económicas. Estas categorías no son mutuamente exclusivas, ya que la banca paralela está ampliamente contenida en OFIs.

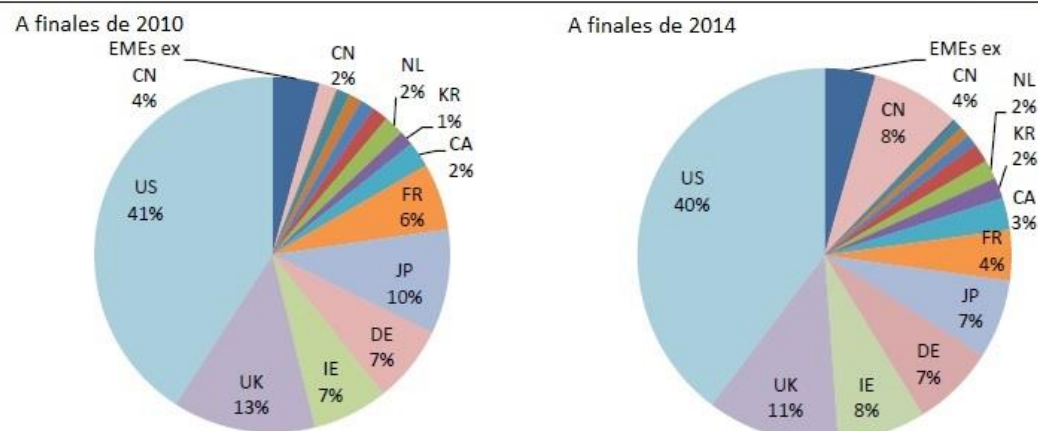
Fuente: FSB. (2015) Global Shadow Banking Monitoring Report 2015

Según el estudio del FSB que monitoriza la actividad bancaria en la sombra, el valor total de los activos del sistema financiero mundial sería de 239 billones de dólares para 2014. De estos, aproximadamente 135 billones corresponderían a activos bancarios, representando en términos relativos el 46%, mientras que los Otros Intermediarios Financieros (OIF o también OFIs por sus siglas en inglés) con 68 billones de dólares representarían el 23%, dejando así a los "activos shadow" valorados en 36 billones con una participación en el sistema del 12%, si bien, hay que tener en cuenta que estas clasificaciones son un poco ambiguas ya que existen activos clasificados como shadow banking dentro de los agrupados como OIF; por lo tanto hay que ser prudentes con las cifras y tener siempre en cuenta que se trata de estimaciones las cuales han variado tanto en los últimos años que ni siquiera se puede realizar un estudio de la evolución del shadow banking desde la crisis de 2007-2008 ya que las cifras nos estarían engañando puesto que el Consejo de Estabilidad Financiera, el cual es el principal responsable en esta área de estudio, cada año intenta mejorar en la medición del shadow banking y, en los últimos años ha conseguido acotar mucho su medida.

Participación en los activos bancarios en la sombra

26 jurisdicciones

Cuadro 6



Nota: CA = Canadá; CN = China; DE = Alemania; EMEs ex CN = Argentina, Brasil, Chile, India, Indonesia, México, Rusia, Turquía, Arabia Saudita, Sudáfrica; FR = Francia; IE = Irlanda; JP = Japón; KR = Corea; NL = Países Bajos; Reino Unido = Reino Unido; EE.UU. = Estados Unidos.

Fuente: FSB. (2015) Global Shadow Banking Monitoring Report 2015

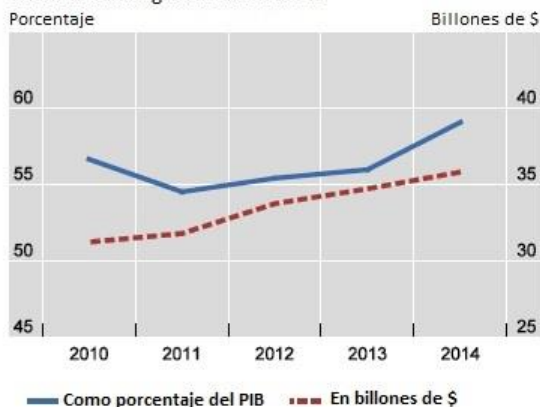
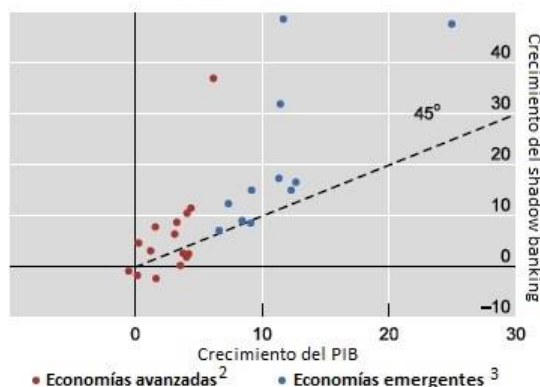
Separando estos activos por jurisdicciones observamos cómo se reparten estos por el mundo. La gran mayoría recaen sobre Estados Unidos con un 40% y parece que en términos relativos no ha aumentado su participación. El segundo mayor sector de shadow banking lo tiene Reino Unido, concentrado principalmente en la City londinense el cual acumula 4,1 billones de dólares y representa el 11% de todos los activos shadow. Combinados, los países de la zona Euro concentran el 23% de los activos, siendo los principales focos Irlanda (8%) y Alemania (7%). Es notable la evolución del Shadow Banking en China el cual ha pasado de un 2% de todos los activos bancarios en la sombra a finales del año 2010 a un 8% a finales de 2014. Dentro de este crecimiento encontramos los productos de gestión del patrimonio (WMP por sus siglas en inglés) los cuales representan el 44% del total de la banca en la sombra china.

El crecimiento del shadow banking ha sido asociado en los últimos años con el crecimiento económico. Los países con mayor aumento de activos bancarios en la sombra entre los años 2010 y 2014 tienden a tener un mayor aumento del PIB en ese período. También se observa que las economías que parten de un sistema financiero poco desarrollado consiguen tener tasas de crecimiento de activos bancarios shadow mayores a las del resto de economías, lo cual parece lógico y entraña grandes desafíos a la hora de controlar los riesgos de transformación de liquidez y/o madurez y apalancamiento así como la transferencia imperfecta del riesgo crediticio que puedan surgir debido a la rápida expansión del crédito que da el sector no bancario.

Shadow banking y PIB

26 jurisdicciones

Shadow banking en relación al PIB

Cuadro 7
PIB vs. shadow banking (en tasas de crecimiento), 2011-2014¹

Notas:

¹ Tasa de crecimiento anual promedio durante 2011-2014, ajustada por los efectos de tipo de cambio, excepto Singapur donde las tasas de crecimiento son de 2012-2014. > 45° indica que los activos bancarios en la sombra crecen más rápido que el PIB nominal en moneda local.

² Economías avanzadas = Australia, Canadá, Alemania, zona del euro, Francia, Hong Kong, Irlanda, Italia, Japón, Corea, Países Bajos, Singapur, España, Suiza, Reino Unido, Estados Unidos.

³ Economías emergentes = Argentina, Brasil, Chile, China, India, Indonesia, México, Rusia, Turquía, Arabia Saudita, Sudáfrica.

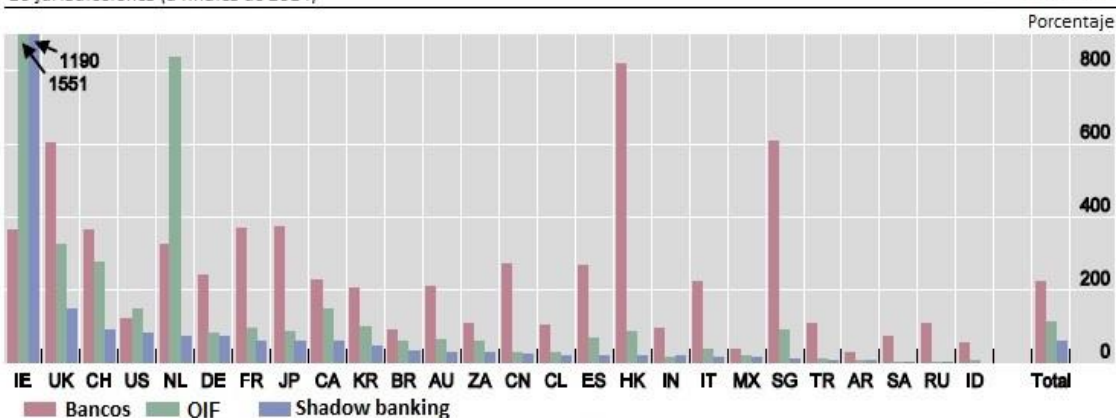
Fuente: FSB. (2015) Global Shadow Banking Monitoring Report 2015

Ahondando un poco más en este tema, en el siguiente cuadro podemos observar los distintos países que participaron en el grupo de trabajo del Consejo de Estabilidad Financiera desglosados según su estructura financiera en términos relativos frente a sus respectivos PIB.

Shadow banking, OIF y bancos como porcentaje del PIB

26 jurisdicciones (a finales de 2014)

Cuadro 8



Nota: Bancos = categoría más amplia de "instituciones de depósito"; OIF = Otros Intermediarios Financieros; Shadow Banking = medida basada en la función económica de la banca de sombra. AR = Argentina; AU = Australia; BR = Brasil; CA = Canadá; CH = Suiza; CN = China; CL = Chile; DE = Alemania; ES = España; FR = Francia; HK = Hong Kong; IE = Irlanda; ID = Indonesia; IN = India; IT = Italia; JP = Japón; KR = Corea; MX = México; NL = Países Bajos; RU = Rusia; SA = Arabia Saudita; SG = Singapur; TR = Turquía; UK = Reino Unido; US = Estados Unidos; ZA = Sudáfrica.

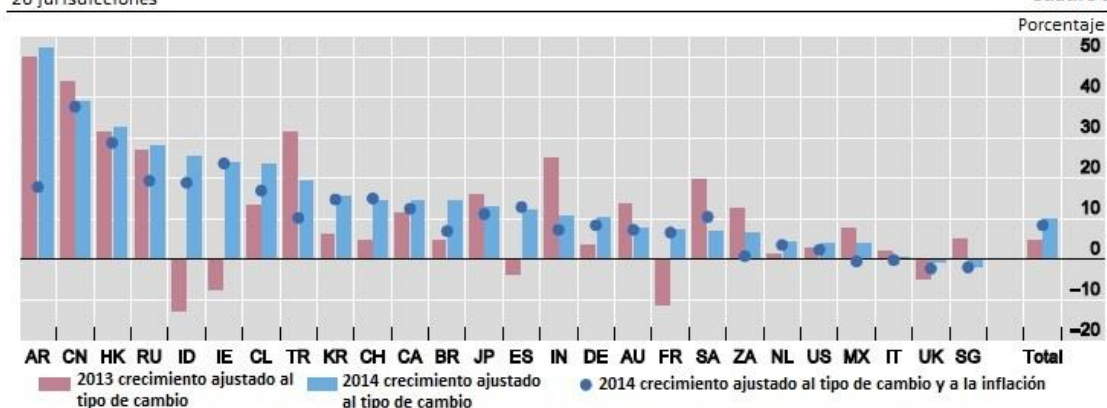
Fuente: FSB. (2015) Global Shadow Banking Monitoring Report 2015

Resulta apreciable el desmesurado tamaño que tiene el shadow banking en Irlanda, llegando a representar el 1190% del PIB; este se estima en 2,25 billones de euros. La mayoría de sociedades domiciliadas en Irlanda tienen sus activos y pasivos localizados fuera del país. Esto destaca el carácter internacional de la banca en la sombra y los problemas que pueden surgir al intentar regular este sector. También es notable el gran peso de los intermediarios financieros no bancarios en Holanda, los cuales representan más del 800% del PIB; aunque si bien, la gran mayoría de las actividades que realizan estos están reguladas y/o respaldadas por el país, y por lo tanto no entran a formar parte del SB. En cuanto a Reino Unido, el sistema bancario paralelo representa el 147% del PIB británico, cifra en términos relativos mayor a la de Estados Unidos, la cual se estima en un 82% de su producto interior bruto a finales del año 2014.

Crecimiento anual del shadow banking

26 jurisdicciones

Cuadro 9



Nota: Las barras muestran una tasa de crecimiento interanual, controlando los efectos del tipo de cambio. Los puntos muestran tasas de crecimiento interanual, controlando los efectos del tipo de cambio y la inflación.

AR = Argentina; AU = Australia; BR = Brasil; CA = Canadá; CH = Suiza; CN = China; CL = Chile; DE = Alemania; ES = España; FR = Francia; HK = Hong Kong; IE = Irlanda; ID = Indonesia; IN = India; IT = Italia; JP = Japón; KR = Corea; MX = México; NL = Países Bajos; RU = Rusia; SA = Arabia Saudita; SG = Singapur; TR = Turquía; UK = Reino Unido; US = Estados Unidos; ZA = Sudáfrica.

Fuente: FSB. (2015) Global Shadow Banking Monitoring Report 2015

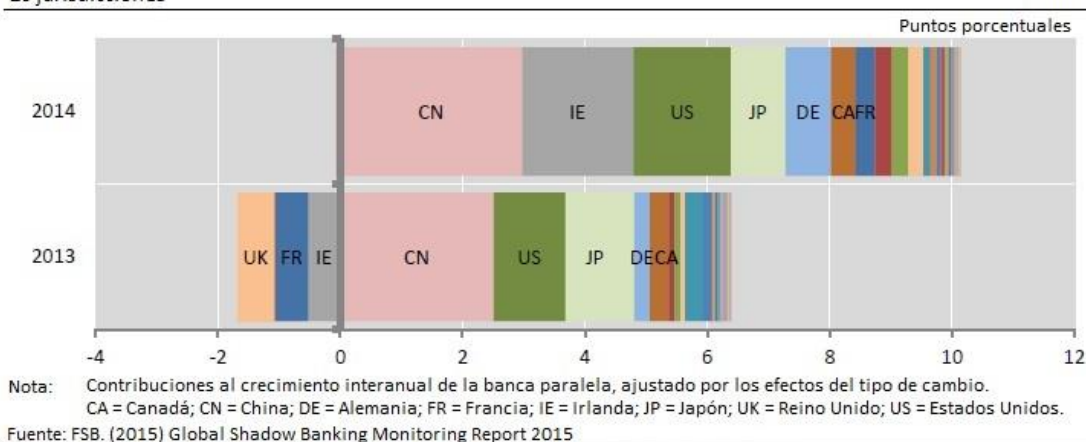
En cuanto a los países con mayor crecimiento del shadow banking en el último año del que disponemos de datos (2014) se encuentra en el primer lugar China con un 37,7% de crecimiento neto, seguido por Hong Kong con un aumento del 28,7% y, en tercer lugar, Irlanda con un crecimiento del 23,7%. En total los activos bancarios shadow han crecido en el 2014 un 10,1%, superando el incremento del 4,7% del año anterior.

Visto de otra manera, en el siguiente gráfico podemos observar la aportación que hace cada economía al crecimiento del shadow banking en el último año comparado con su volumen en el 2013.

Contribución de cada país al crecimiento del shadow banking

26 jurisdicciones

Cuadro 10



Apreciamos pues, que el crecimiento ha venido apoyado principalmente por las grandes potencias mundiales como son Estados Unidos (crecimiento del 2,3%), China, Alemania (8,5%) o Japón (11,2%), aunque también resulta destacable apreciar como Irlanda ha pasado de tener una aportación negativa en el 2013 a ser uno de los principales promotores de la banca en la sombra en el año 2014.

El Consejo de Estabilidad Financiera ha desglosado los activos bancarios en la sombra en cinco funciones económicas obteniendo los siguientes resultados que observamos a continuación en el cuadro 11.

Shadow banking por función económica

26 jurisdicciones

Cuadro 11

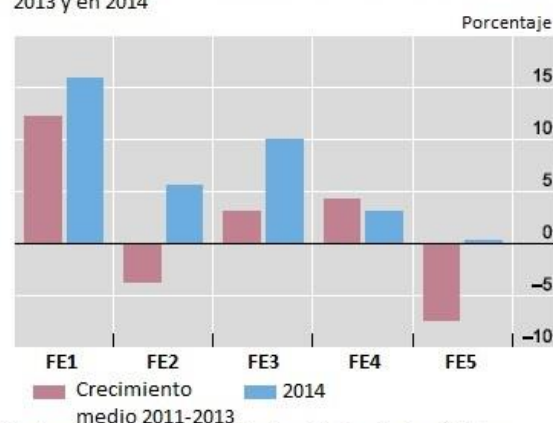
Tamaño relativo de las funciones económicas

Crecimiento anual de las funciones económicas de 2011 a 2013¹ y en 2014

A finales de 2014



FE1 FE2 FE3
FE4 FE5 SB no clasificado dentro de FEs



Nota: FE1 = Función Económica 1; FE2 = Función Económica 2; FE3 = función económica 3; FE4 = Función Económica 4; FE5 = Función Económica 5; SB no clasificado dentro de FEs = Residual de OFIs con algunos riesgos bancarios en la sombra, pero no se clasifica en ninguna de las cinco funciones económicas.
1: Control de los efectos de tipo de cambio. Tasas de crecimiento anual promedio no mostradas para la categoría "no clasificado".

Fuente: FSB. (2015) Global Shadow Banking Monitoring Report 2015

El mayor peso lo tienen los instrumentos de inversión colectiva los cuales tienen características que los hacen susceptibles a fugas por parte de los inversores (Función económica 1) los cuales los componen por ejemplo fondos de renta fija, fondos mixtos, hedge funds, fondos inmobiliarios apalancados, fideicomisos y fondos del mercado monetario. Estos en total han representado el 60% de los activos bancarios shadow en el mundo alcanzando los 21,6 billones de dólares del total de 36 billones. En segundo lugar y ya mucho más igualado nos encontramos los activos relacionados con la intermediación de actividades de mercado que dependen de la financiación a corto plazo o del financiamiento garantizado de activos de los clientes (Función económica 3). Dentro de esta ambigua definición nos encontramos con bróker-dealers y empresas de financiación de valores principalmente. Estos han llegado a representar en el 2014 el 11% con un total de 3,9 billones de dólares. En tercera posición se encuentran aquellos activos relacionados con la intermediación de crédito basada en la titulización y la financiación de entidades financieras englobados principalmente en papel comercial (respaldado por activos) y fondos sintéticos negociados en bolsa los cuales representaron 3 billones, o el 8% de todos los activos bancarios en la sombra. El cuarto puesto es para los activos relacionados con la provisión de préstamos que dependen del financiamiento a corto plazo entre los que encontramos: compañías financieras, compañías de leasing, compañías de factoring y otros tipos de compañías de crédito al consumidor. Estas han ascendido a 2,4 billones de dólares representando así el 7% del total de activos.

Finalmente, en el último puesto de esta clasificación, se encuentran los activos relacionados con la facilitación de la creación de crédito entre los cuales nos encontramos a las aseguradoras de crédito. Para el año 2014 han alcanzado los 1.000 millones de dólares en activos shadow representando el 0,3% del total. Esta cifra puede parecernos pequeña en comparación con el colosal tamaño de tales entidades, y es que realmente lo es, ya que el problema radica en que todos los estudios sobre shadow banking se realizan mediante información proporcionada por activos dentro de los balances de las entidades y precisamente este tipo de entidades debido a la naturaleza de su negocio, pueden dar grandes cantidades de crédito el cual es suministrado realmente por otra institución financiera bancaria o no bancaria y es por esto por lo que dichas cantidades se encuentran en hojas fuera de balance.

Observamos que existe una considerable cantidad de activos en la sombra que no entran en ninguna de las clasificaciones; estos acumulan la cantidad

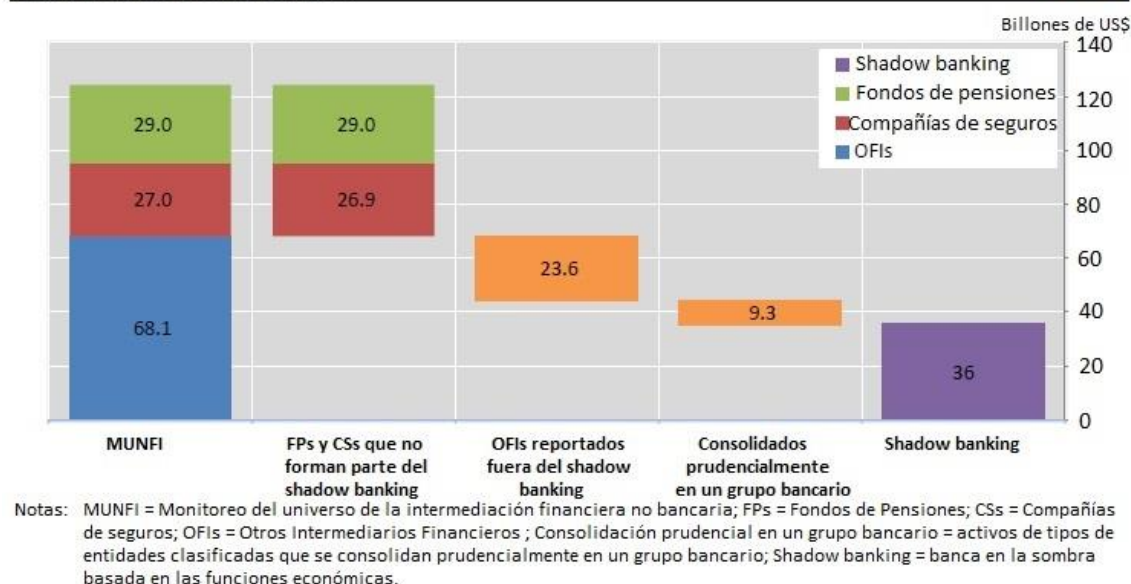
de 4,8 billones de dólares y representan el 13% del total. No se han podido agregar entre las distintas funciones debido a que las jurisdicciones se han visto incapaces de clasificarlos por la naturaleza residual de los mismos, por lo cual no se podía probar con la suficiente evidencia que perteneciesen a una u otra función pero tampoco podían ser descartados ya que presentan un cierto grado de riesgos bancarios en la sombra.

En la siguiente gráfica observamos el profundo trabajo del Consejo de Estabilidad Financiera en cuanto al estrechamiento de los activos financieros no bancarios, afinando en su clasificación hasta llegar a los 36 billones de dólares en activos clasificados como shadow banking.

Estrechamiento de la banca en la sombra

26 jurisdicciones para finales de 2014

Cuadro 12



Fuente: FSB. (2015) Global Shadow Banking Monitoring Report 2015

Observamos que se parte de una amplia base que abarca los 124,1 billones y se va reduciendo eliminando de la clasificación de shadow a distintos fondos de pensiones y compañías aseguradoras así como a otros intermediarios financieros que no realizan dichas actividades y a otros activos que se encuentran consolidados dentro de grupos bancarios. Se reduce por lo tanto la muestra en un 71%. Se espera que se continúe mejorando la clasificación conforme avancen los años y los países que participan en el grupo de trabajo del FSB aporten mayores cantidades de información y de una manera más desagregada gracias a la implantación de medidas para la regulación de los intermediarios financieros no bancarios.

5. Externalidades positivas y negativas del sistema bancario en la sombra.

5.1 Externalidades positivas:

-El shadow banking supone una fuente de financiación adicional a la banca tradicional. Esta se ha visto incrementada en los últimos años debido a los grandes requisitos de la banca para dar crédito hacia la economía real. Esta actividad es consecuencia por lo tanto del mal funcionamiento de la banca tradicional y también es producto del desarrollo financiero el cual ha traído consigo la creación de instrumentos y actividades tales como la titulización.

-Ofrecen a los inversores alternativas a los depósitos bancarios tradicionales. Estas suelen tener una mayor rentabilidad, la cual se ha visto favorecida en nuestro país por las actuaciones del Banco de España en el año 2011 frenando la que se denominó como la “guerra del pasivo” mediante la exigencia de aportaciones adicionales al Fondo de Garantía de Depósitos (FGD) dependiendo del tipo de interés ofrecido a los depositantes.

-Mayor especialización de este tipo de entidades. Estas canalizan los recursos que obtienen de sus clientes de una forma por lo general más eficiente de la que lo harían los bancos tradicionales. Esta especialización supone una mejora en los mercados financieros ya que se mejora la asignación de recursos suponiendo que estas entidades sean profesionales y hayan estudiado minuciosamente el sector concreto al que se dedican, habiendo calculado los riesgos asociados a ese tipo de intermediación crediticia.

5.2 Externalidades negativas:

-Falta de regulación. En cuanto a la regulación vigente para este tipo de entidades no existen unas normas concretas y comunes entre los distintos países. Por lo general la supervisión a este tipo de entidades suele ser nula o muy reducida. Esto permite a las instituciones bancarias en la sombra el arbitraje reglamentario, ya que se situarán en jurisdicciones en las que los requisitos y normas para llevar a cabo su negocio sean los menores posibles.

-La falta de regulación en este ámbito genera un incentivo para llevar ciertas actividades de los bancos tradicionales hacia terrenos no regulados. Existe

una creciente interconexión entre la banca tradicional y el sistema bancario en la sombra. Gracias a la ingeniería financiera se están creando productos que eluden la normativa vigente y aumenta por lo tanto la exposición del sistema bancario a los riesgos asociados del shadow banking. Esta situación ya se ha vivido anteriormente con la crisis de 2007-2008. Los bancos realizaban operaciones que eludían las normas de capital y de contabilidad y transferían los riesgos fuera del ámbito de la supervisión bancaria.

-Existe por lo tanto un riesgo de contagio hacia el sistema financiero regulado. La quiebra de una o varias entidades importantes dentro del sistema bancario en la sombra podría tener un efecto contagio y se revivirían escenas como las vistas en la última crisis financiera (quiebras de bancos, rescates públicos y contagio a la economía real).

- Este tipo de entidades se financian captando fondos de los inversores los cuales buscan mayores rentabilidades a las ofrecidas por los bancos (inversores minoristas) y mayor nivel de seguridad para su capital (los colaterales ofrecidos en los repos hacen de seguro de depósitos para los inversores mayoristas). La mayoría de estos fondos pueden ser retirados en casi cualquier momento del tiempo. La retirada masiva de fondos en estas entidades podría generar una gran volatilidad en los mercados, conduciendo todo ello a problemas en la economía real.

-Existe una mala estimación del riesgo por parte de las agencias de rating. Más allá de que se dé un caso de oligopolio en este mercado, ya que son tres las principales agencias (Moody's, Fitch Ratings y Standard & Poor's) y de los abusos realizados por estas como fueron por ejemplo el caso de Enron, que recibió una calificación crediticia BBB+ por parte de Moody's (clasificada como inversión estable) hasta 5 días antes de que la empresa quebrase, momento en el que pasó a la categoría de deudas imposibles de cobrar; también son destacables los ratings que recibieron distintas compañías y productos financieros días antes de la llegada de la crisis de 2007-2008 con la quiebra de Lehman Brothers. Esta empresa gozó de una calificación crediticia clasificada también como inversión estable hasta el día de su quiebra al igual que la aseguradora americana AIG. Todas estas empresas gracias a su peso en los mercados pudieron presionar a las distintas agencias para obtener mejores calificaciones. Pero el problema va más allá, ya que los ratings que dan estas agencias se basan en el riesgo idiosincrático pero no tienen en cuenta el riesgo sistémico. Un mismo producto financiero como sería por ejemplo un CDO de una hipoteca de un

prestatario en default (dividido este en 100 bonos) podría formar parte de la cartera de inversiones de distintas instituciones y este al declararse en impago afectaría a más entidades que las que se debiesen ver afectadas en un principio si no se hubiera titulizado el préstamo (tan solo se hubiera visto afectado el banco concesionario de la hipoteca). Durante este proceso se ha multiplicado el apalancamiento derivado de esta hipoteca y el riesgo asociado se ha visto incrementado en la misma medida.

-La capacidad de influencia de las políticas económicas llevadas a cabo por los distintos países podrían verse condicionadas por la toma de decisiones de los agentes que actúan en el sistema bancario en la sombra, los cuales son cada vez más grandes y con un apalancamiento especialmente procíclico, el cual podría contrarrestar el efecto de políticas con fines contracíclicos.

6. Una aproximación a la regulación a la que están sometidos los principales vehículos que engloba el SB.

El Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS, del inglés Basel Committee on Banking Supervision) se creó en 1975 por los presidentes de los bancos centrales de los países miembros del Grupo de los Diez (G-10). Sus miembros suele reunirse en el Banco de Pagos Internacionales de Basilea (en inglés, BIS). La finalidad de este comité es la creación de una serie de normas para la regulación bancaria mundial. Actualmente el comité está compuesto por 13 representantes de las principales economías mundiales, entre ellos España. Las conclusiones obtenidas por el BCBS no se consideran legalmente vinculantes, sino que las directrices y recomendaciones que emite deben ser posteriormente desarrolladas y adoptadas por las autoridades de las jurisdicciones que así lo deseen. Desde su creación el comité ha ido desarrollado una serie de marcos normativos para la regulación bancaria a los que se les ha dado el nombre de Acuerdos de Basilea, de los cuales existen tres y está en proceso de creación el cuarto. El BCBS junto con el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) son las principales instituciones que velan por la estabilidad financiera en el mundo. El FSB ha publicado infinidad de artículos a raíz de la última crisis económica vivida, y ha hecho especial hincapié en el estudio del fenómeno del shadow banking, emitiendo recomendaciones acerca de

su regulación y supervisión. A pesar de los avances conseguidos en los últimos años en relación al control del riesgo sistémico que plantean las entidades bancarias tradicionales con la implementación de los Acuerdos de Basilea en la mayoría de economías avanzadas; existe una fuente de intermediación crediticia paralela a la banca tradicional la cual se escapa de las normas establecidas por el BCBS.

El shadow banking existe desde hace más de 40 años y desde la última década se ha hablado mucho de él debido a que se posiciona en el ojo del huracán como uno de los principales causantes de la crisis subprime estadounidense y de inestabilidad financiera vivida durante la misma. Tanto el BCBS como el FSB han emitido recomendaciones en los últimos años para llevar a cabo una regulación de las instituciones financieras no bancarias pero el shadow banking continúa hoy en día bajo una regulación muy escasa.

¿Cuál es esta regulación a la que está sometido?

Para facilitar su comprensión podemos exponerla siguiendo el desglose del apartado 3 en cuanto a las estructuras que engloba el SB:

- **REPOs y préstamos de valores.**

No existe actualmente una regulación aplicable a los OIF. En cuanto a las entidades bancarias, según Basilea III se introducen medidas para reforzar los requerimientos de capital debido al riesgo de contraparte al que se someten los bancos en este tipo de operaciones.

Existe también actualmente una discusión en curso en la UE denominada “reporting and transparency of securities financing transactions” (Presentación de informes y transparencia de las operaciones de financiación de valores) por el que las operaciones de este tipo tales como repos, préstamos de valores, etc. tendrían que informar a un Trade Repository (TR) el cual posteriormente debería informar a las autoridades competentes (como la CNMV) sobre las transacciones realizadas; facilitando de esta manera las labores de control y supervisión de los gobiernos.

El FSB también ha emitido recomendaciones al respecto, las cuales se centran en la aplicación de un haircut mínimo obligatorio para las operaciones repo. Estos son descuentos sobre el precio al que se

intercambian los colaterales en los repos generando de esta manera una garantía extraordinaria.

- **Titulización.**

A raíz de la crisis financiera de 2007-2008, se han establecido una serie de normas que regulan la titulización llevada a cabo por las entidades bancarias. Estas no pueden realizar titulizaciones a no ser que mantengan en su balance como mínimo el 5% del riesgo crediticio que se pretenda securitizar. Se consigue ralentizar de esta manera uno de los mecanismos que jugaron un papel clave en la crisis.

En cuanto a la titulización llevada a cabo por los OIF no se ha encontrado nada al respecto.

- **Hedge Funds.**

En los Estados Unidos, la Ley Dodd-Frank es la que regula estos fondos de inversión alternativos. En el país americano los gestores de hedge funds tienen que registrarse en la SEC (Comisión del Mercado de Valores Estadounidense) y están sujetos a una serie de requisitos en cuanto a la transparencia y deben informar a las autoridades competentes sobre las actividades que realicen durante su ciclo contable.

En la Unión Europea los gestores de hedge funds están sujetos a la *Directiva 2011/61/UE* del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos (GFIA), también llamada la Directiva AIFMD por sus siglas en inglés. Esta directiva obliga a los GFIA a realizar los siguientes procedimientos:

1. Pruebas de esfuerzo periódicas para comprobar si el nivel de liquidez es el adecuado para soportar retiradas masivas en cualquier momento del tiempo.
2. Los GFIA deben adoptar los procedimientos pertinentes que permitan a los supervisores seguir el riesgo de liquidez del fondo.
3. Se les exige a los gestores de estos fondos la presentación de un informe financiero anual el cual debe seguir la Directiva sobre transparencia de la información.

En España, la Directiva GFIA entró en vigor el 14 de noviembre de 2014. Además de esta normativa, los hedge funds, están regulados bajo la Ley de IIC entre la que destacan las siguientes normas:

1. El desembolso mínimo para poder invertir en un hedge fund es de 50.000€
2. Los inversores del fondo deben firmar un papel en el que se especifiquen los riesgos que estos asumen al invertir su capital en él.
3. El cálculo del valor neto de sus activos (NAV, en inglés) ha de ser al menos trimestral, y debe coincidir en frecuencia con los posibles momentos de reembolso/suscripción.
4. Se limita el apalancamiento de los FIA a 5 veces el valor de sus activos.

- **Fondos del Mercado Monetario.**

La UE se encuentra actualmente discutiendo el reglamento oportuno para este tipo de IIC. Se estudia incorporar un colchón mínimo de capital del 3% de los activos totales para los FMM con CNAV para que puedan atender a los reembolsos en períodos de caída del valor de sus activos y además, para reducir el riesgo de exposición a un mismo emisor, se planea limitar esta exposición al 5% de la cartera del fondo. Por otra parte también se les pretende obligar a tener en su cartera de inversiones al menos el 10% en activos que venzan en el período de un día y un 20% en activos que venzan en 7 días como máximo. Detrás de estas medidas lo que la UE espera es reducir el riesgo de liquidez a corto plazo para que en caso de retiradas masivas en los FMM los inversores puedan recuperar su participación.

En los Estados Unidos, la SEC elaboró una serie de normas similares las cuales se encuentran dentro de la Ley Dodd-Frank aprobada por Barack Obama en julio de 2010.

El FSB junto con el IOSCO han realizado recomendaciones para la regulación de este tipo de fondos. Entre estas recomendaciones destacan la transformación de los FMM con CNAV a VNAV y el establecimiento de comisiones a las retiradas de fondos. La finalidad de estas medidas sería evitar las retiradas masivas de fondos debidas al miedo a que los FMM se queden sin liquidez.

- **Fondos de inversión.**

Estos son los IIC que se encuentran más regulados. En la UE existe una normativa que trata de armonizar la legislación vigente en cada país para que de esta manera sean instrumentos de inversión accesibles para todos los ciudadanos de la CEE.

En España se regulan los aspectos relacionados con la transparencia, teniendo que informar de los riesgos que asumen los inversores cuando entran a formar parte del fondo y a su vez teniendo estos que realizar informes periódicos para la CNMV. También se establecen límites a las inversiones y al tipo de activos en los que pueden invertir, así como la liquidez de los mismos.

- **Real Estate Investment Trusts.**

La SEC ha establecido la siguiente legislación al respecto:

1. No tener más del 50% de sus acciones en poder de cinco o menos personas durante la última mitad del año contributivo.
2. Invertir al menos el 75% de su activo total en activos inmobiliarios y en efectivo.
3. Obtener al menos el 75% de su ingreso bruto proveniente de fuentes relacionadas con bienes raíces, incluyendo alquileres de bienes inmuebles e intereses sobre hipotecas que financian bienes inmuebles.
4. Obtener por lo menos el 95% de su ingreso bruto de tales fuentes de bienes raíces y dividendos o intereses de cualquier fuente.
5. No tener más del 25% de sus activos en valores no calificados o acciones en las subsidiarias fiduciarias sujetas a impuestos.

- **Crowdfunding y préstamos P2P.**

La legislación que regula estas plataformas difiere entre jurisdicciones pero en el caso español, se les exige en el momento de su creación un capital mínimo de 60.000€ el cual ha de ser desembolsado íntegramente. Además, necesitan tener un seguro de responsabilidad civil profesional, un aval o alguna garantía que pueda tener una cobertura de hasta 300.000€ por reclamaciones de daños y un total de 400.000€ anuales para todo tipo de

reclamaciones. Si la financiación obtenida en los últimos 12 meses por una de estas plataformas supera los 2 millones de euros, será necesario que estas dispongan de fondos propios por valor de 120.000€ como mínimo.

Tras haber hecho una aproximación acerca de la regulación vigente en el shadow banking, es posible que a unos les parezca suficiente y puede que a otros no. Pero lo cierto es que actualmente se están enfrentando estos dos enfoques a gran escala. Por una parte el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea junto con el FSB y el IOSCO tratan de establecer una regulación que de seguridad a los mercados financieros mundiales; mientras que por la otra parte se encuentran los gobiernos de Theresa May, el cual pretende dar ventajas fiscales y regulatorias a los bancos y OIF británicos para así contrarrestar los efectos negativos del Brexit, y el de Donald Trump; el cual quiere tirar abajo la Ley Dodd-Frank (ley de reforma de Wall Street y de protección al consumidor). La presión ejercida por el presidente norteamericano ha llegado hasta tal punto que el BCBS ha tenido que posponer su última reunión prevista, a la espera de las declaraciones de Trump. En caso de acometerse la desregulación propuesta por el inquilino de la Casa Blanca, las normas propuestas desde el BIS quedarían obsoletas. Bajo esta hipótesis, si el BCE contempla seguir las directrices marcadas por Basilea los bancos europeos se verían en desventaja frente a los estadounidenses y la actividad financiera se centraría mayormente en estos últimos, volviendo a los mercados financieros europeos ineficientes.

Conclusiones

1. El concepto de shadow banking resulta muy ambiguo y complejo. No existe unanimidad. Para unos el SB es toda aquella intermediación crediticia no bancaria que se beneficia de tener una regulación menor o inexistente en comparación con la regulación bajo la que opera la banca tradicional. Mientras que para otros, el SB resulta de la transformación de ciertas características de los activos con los que se realiza la intermediación (transformación de vencimientos, liquidez) así como de la transferencia del riesgo y del grado de apalancamiento. Es por lo tanto un fenómeno difícil de medir y de interpretación subjetiva.
2. Resulta preocupante el crecimiento del SB que se está dando en países emergentes y en China. El rápido avance del shadow banking dentro del sistema financiero de estos países genera grandes temores con respecto a la aparición de riesgos sistémicos asociados a las actividades que realizan este tipo de intermediarios. Es necesario que tanto los supervisores como los reguladores estén actualizándose constantemente al igual que lo hace la ingeniería financiera para que de esta manera los riesgos asociados al SB estén lo más controlados posible.
3. El shadow banking nació en los años 70-80 gracias a cambios regulatorios e impulsado por la ingeniería financiera; pero también ha crecido debido a la ineficiencia de la banca para dar crédito y a la necesidad de los inversores institucionales de obtener una mayor seguridad en sus depósitos de fondos (inversiones al fin y al cabo). Esta necesidad es la que impulsa mayormente el SB. Por tanto, mientras no exista un seguro de depósitos o algo similar para los inversores mayoristas, lo más seguro es que el SB continúe existiendo.
4. La regulación a la que está sometida la banca en la sombra ha aumentado desde el año 2010 con la llegada de la Ley Dodd-Frank referendada por Obama y con la implementación de Basilea III. Esta regulación ha tratado de paliar los problemas de intermediación fuera de balance que se dieron durante la gestación de la última crisis financiera. El problema es que los gobiernos se han centrado más en reducir el riesgo asociado a la intermediación bancaria tradicional que en reducir el

riesgo asociado a la intermediación crediticia en general. Esto posibilita la creación y crecimiento de riesgos sistémicos los cuales podrían generar una gran inestabilidad financiera a nivel global pudiendo provocar incluso una nueva crisis.

5. La banca en la sombra pone de manifiesto la ineficiencia de los estados, los cuales no han sabido controlar la economía criminal, la economía sumergida y la corrupción; factores que son la base del SB. Las presiones de los lobbys financieros han conseguido imponerse a la capacidad coercitiva de las distintas jurisdicciones. Es por lo tanto necesaria una mayor regulación y supervisión de la banca en la sombra ya que la actual resulta tanto insuficiente como ineficiente. La opacidad presente en los productos e intermediarios que engloba el SB es tal que incluso llega a dificultar su medición como hemos visto con anterioridad en el apartado 4.
6. El futuro de la banca en la sombra no está claro del todo debido a las antagónicas políticas regulatorias que quieren implementar los gobiernos de las principales potencias mundiales. Este dependerá por lo tanto en última instancia de las actuaciones llevadas a cabo por dichas autoridades. Queda pendiente para futuras extensiones de este trabajo de investigación el análisis de la evolución de este fenómeno puesto que en la actualidad existe mucha incertidumbre al respecto.

Bibliografía

- **Aschenbrenner, M. (2015).** “La regulación adecuada de las agencias de calificación crediticia en la era post crisis”.
<https://repositorio.comillas.edu/xmlui/bitstream/handle/11531/4382/TFG001214.pdf?sequence=1>
- **Banco Central Europeo. (2012) Bakk- Simon Klára, Borgioli Stefano, Giron Celestino, Hempell Hannah, Maddaloni Angela, Recine Fabio, Rosati Simonetta.** “Shadow Banking in the Euro Area an Overview”.
<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp133.pdf?4e7d9b9457759addc96d58dd6dcf1891>
- **Banco de España. (2014).** “Informe de Estabilidad Financiera”.
<http://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/InformesEstabilidadFinancera/14/IEF-Noviembre2014.pdf>
- **Bank for International Settlements. (2016).** “Measuring the Shadow Banking sector”.
<https://www.bis.org/ifc/events/session2tissot.pdf>
- **BBVA. (2015).** “Fondos de inversión: qué son y cómo clasificarlos”.
<https://www.bbva.com/es/noticias/economia/economia-de-la-empresa/inversiones/fondos-inversion-clasificarlos/>
- **Comisión Nacional del Mercado de Valores. (2017).** “Boletín Internacional”.
http://www.boletininternacionalcnmv.es/ficha.php?menu_id=&jera_id=&cont_id=90

- **Comisión Nacional del Mercado de Valores. Villanueva, M^a. (2009).** “Las características de los fondos de inversión monetarios en distintas jurisdicciones”.
http://www.cnmv.es/docportal/publicaciones/monografias/mon2009_36en.pdf
- **Díaz, A.; Gómez, B.; San Martín, C. (2015).** “Shadow Banking: ¿Solución o problema?”.
http://biblioteca.cunef.edu/gestion/catalogo/doc_num.php?explnum_id=1365
- **Financial Stability Board. (2015).** “Global Shadow Banking Monitoring Report 2015”.
<http://www.fsb.org/wp-content/uploads/global-shadow-banking-monitoring-report-2015.pdf>
- **Fondo Monetario Internacional. (2014).** “Shadow Banking around the globe: How large, and how risky?”.
<https://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2014/02/pdf/c2.pdf>
- **Gorton G. y Metrick A. (2010).** “Regulating the Shadow Banking System”.
https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2010/09/2010b_bpea_gorton.pdf
- **Parramón Jiménez, E. (2014).** “Claves para entender la banca en la sombra: Shadow Banking”.
http://ieaf.es/new/analisis-financiero/version-espanola/numeros-publicados/item/download/638_8877b2e7085cb9841ad593830ce1ea38.html
- **Securities and Exchange Commission. (2010).** “Money Market Fund Reform Options”.
<https://www.sec.gov/rules/other/2010/ic-29497.pdf>